

PENGARUH TATA KELOLA PERUSAHAAN TERHADAP STRUKTUR MODAL PADA BADAN USAHA SEKTOR AGRIKULTUR YANG TERDAFTAR DALAM BURSA EFEK DI ASEAN PERIODE 2012-2016

Jonathan Susanto

Manajemen / Fakultas Bisnis dan Ekonomika
jonathansus21@gmail.com

Abstrak - Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham, namun dalam mencapai tersebut terkadang pihak direksi menyalahgunakan otoritasnya sehingga direksi bertindak untuk mencapai kepentingannya sendiri dan mengabaikan kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu, diperlukannya tata kelola perusahaan yang baik untuk meminimalisir konflik kepentingan yang terjadi. Tata kelola perusahaan dapat menentukan struktur pendanaan yang dipilih. Hal tersebut tercermin dalam *capital structure* perusahaan. Bentuk tata kelola perusahaan terhadap struktur modal berkaitan dengan *leverage* yang dapat dijadikan sebagai *bonding mechanism* untuk mengontrol direksi agar bertindak sesuai dengan tujuan utama perusahaan.

Penelitian ini ingin menganalisa lebih lanjut mengenai pengaruh *corporate governance* (*audit committee size, board size, CEO tenure, director independence, profitability, size, growth*) terhadap *capital structure* (*leverage*) perusahaan. Adapun dalam penelitian ini menggunakan pendekatan linier dalam bentuk data panel. Jumlah observasi pada penelitian ini sebanyak 305 yang terdiri dari 61 perusahaan (14 perusahaan negara Indonesia, 6 perusahaan negara Thailand, 6 perusahaan negara Singapura, dan 35 perusahaan negara Malaysia) untuk periode 2012-2016.

Kata kunci: *Agency theory, Corporate Governance, Capital Structure, Leverage*

Abstract - *The main objective of the firm is to maximize the shareholders' wealth, though in order to achieve that, the directors sometimes misuse his authority to fulfill his own desires and neglecting shareholders' interest. Good corporate governance needed to minimize the conflict of interest in the firm. The corporate governance can determine firm's capital structure especially when it comes to leverage. Leverage can be used as bonding mechanism to control directors, so the directors can act corresponding to the firm's objective.*

This research wants to analyze the influence of corporate governance (audit committee size, board size, CEO tenure, director independence, profitability, size, growth) to capital structure (leverage). This research uses quantitative perspective in a panel data. The number of observation in this research are 305 observations, consist of 61 firms (14 firms from Indonesia, 6 firms form Thailand, 6 firms from Singapore, 35 firms from Malaysia) that enlisted for 2012-2016 period.

Keyword: *Agency theory, Corporate Governance, Capital Structure, Leverage*

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Struktur modal telah menjadi salah satu topik yang menarik untuk dibahas. Modigliani dan Miller (1958) mengemukakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan asumsi pasar sempurna. Pada tahun 1963, Modigliani dan Miller menyatakan bahwa adanya utang dapat meningkatkan nilai perusahaan karena manfaat dari *tax saving*. Berdasarkan *Trade-off Theory*, perusahaan yang memiliki struktur modal yang baik juga dapat menentukan komposisi utang dan ekuitas yang optimal yang memaksimalkan nilai perusahaan dengan membandingkan manfaat penghematan pajak dan biaya kebangkrutan. Struktur modal menjadi topik menarik karena menurut Tarus dan Ayabei (2016), faktor penentu pasti mengenai struktur modal perusahaan masih rancu karena banyak hasil penemuan yang menghasilkan kesimpulan yang berbeda terhadap faktor penentu struktur modal.

Tata kelola perusahaan diperkirakan dapat mempengaruhi struktur modal menurut Brander dan Poitevin (1992), serta Berger *et al.* (1995) dalam Tarus dan Ayabei (2016). Hal ini didasarkan pada teori keagenan yang menjelaskan bahwa terdapat perbedaan kepentingan antara agen dengan pemilik perusahaan. Agen dalam menjalankan perusahaan dapat membuat keputusan demi kepentingan pribadinya. Untuk memitigasi potensi konflik kepentingan, tindakan pengawasan perlu dilakukan atas berbagai keputusan termasuk struktur modal, terutama keputusan penggunaan utang yang dapat dijadikan alat pengawasan agen. Hal ini sesuai dengan apa yang dijelaskan oleh Tarus dan Ayabei (2016) bahwa skandal dan penipuan dalam perusahaan telah mendorong perumusan aturan dan regulasi untuk mengatur perusahaan yang menekankan pada peran penting dewan komisaris dalam mengawasi manajemen perusahaan. Menurut Maug (1997) dalam Tarus dan Ayabei (2016), manajer ditugasi dalam pengoperasian hari ke hari perusahaan, sedangkan dewan komisaris mengawasi dan mengkaji keputusan dengan menggunakan haknya dengan tujuan mempengaruhi keputusan bisnis, seperti penentuan struktur modal.

Penelitian ini dilakukan sebagai akibat dari persamaan variabel yang diteliti dari jurnal acuan, yakni Tarus dan Ayabi (2016), Hussainey dan Aljifri (2012), dan Dimitropoulos (2014) yang terangkum pada tabel berikut

Tabel 1. Hasil Penelitian Pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Capital Structure*

	Tarus dan Ayabei (2016)	Hussainey dan Aljifri (2012)	Dimitropoulos (2014)
<i>Independent Variable</i>			
<i>audit committee</i>	<i>insignificant</i>	<i>insignificant</i>	<i>insignificant</i>
<i>board size</i>	<i>insignificant</i>	<i>insignificant</i>	<i>significant -</i>
<i>CEO tenure</i>	<i>significant +</i>	-	<i>significant +</i>
<i>director independence</i>	<i>significant +</i>	-	<i>significant -</i>
<i>Control Variable</i>			
<i>firm size</i>	<i>insignificant</i>	<i>significant +</i>	<i>significant +</i>
<i>profitability</i>	-	<i>insignificant</i>	<i>significant -</i>
<i>growth</i>	-	<i>insignificant</i>	<i>insignificant</i>

(Sumber: Tarus dan Ayabei, 2016; Hussainey dan Aljifri, 2012; Dimitropoulos, 2014)

Penelitian dilakukan pada badan usaha sektor agrikultur karena rata-rata *debt-to-equity ratio* terbesar di antara sektor lain pada BEI. Tidak hanya pada BEI saja, penelitian diperluas ke beberapa bursa efek negara ASEAN, antara lain Thailand, Singapura, dan Malaysia mengingat saat ini sudah memasuki program Masyarakat Ekonomi ASEAN, sehingga pemahaman perusahaan tidak hanya terbatas pada negara Indonesia saja, melainkan perusahaan di kawasan ASEAN juga diperlukan saat ini.

Tabel 2. *Debt-to-Equity Ratio* pada Tiap Sektor Industri, kecuali Sektor Keuangan di Indonesia Tahun 2012-2016

<i>Sector</i>	2012	2013	2014	2015	2016	<i>average</i>
<i>agriculture</i>	2.23	4.04	1.39	1.5	1.57	2.146
<i>mining</i>	1.48	2.06	1.51	0.72	0.42	1.238
<i>basic industry</i>	0.95	0.67	1.73	1.68	1.48	1.302
<i>miscellaneous</i>	1.29	-0.29	1.29	1.11	1.67	1.014
<i>consumer goods</i>	1.37	2.22	2.83	-0.3	0.97	1.418
<i>property</i>	0.92	1.39	1.03	1.01	0.91	1.052
<i>infrastructure</i>	1.17	1.47	1.49	0.94	1.61	1.336
<i>trade</i>	0.74	1.5	0.9	0.84	1.2	1.036

Sumber: *Fact Book IDX*

Kajian Teori

Teori Keagenan

Dalam teori keagenan, Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa terdapat hubungan keagenan antara pemilik dengan pihak manajemen perusahaan. Hubungan tersebut didefinisikan sebagai kontrak antara satu atau lebih pemilik dengan satu atau lebih agen untuk menjalankan beberapa jasa demi kepentingan pemilik termasuk pendelegasian beberapa wewenang pembuatan keputusan kepada agen. Jika kedua pihak ingin memaksimalkan kepuasannya masing-masing, dapat terjadi konflik kepentingan yang menyebabkan agen tidak selalu bertindak demi kepentingan pemilik, melainkan bertindak demi kepentingannya sendiri. Untuk meminimalisir potensial konflik kepentingan, Jensen dan Meckling (1976), Fama (1980) dalam Tarus dan Ayabei (2016), Gottardo dan Maria Moisello (2014) dalam Tarus dan Ayabei (2016) menyarankan bahwa diperlukannya pengawasan terhadap tindakan-tindakan manajer.

Corporate Governance

Menurut *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD), *corporate governance* merupakan sistem yang digunakan untuk mengarahkan dan mengendalikan bisnis perusahaan. Struktur tata kelola perusahaan menspesifikan distribusi hak dan kewajiban di antara pihak-pihak yang berbeda dalam perusahaan, seperti dewan, manajer, pemegang saham dan pemangku kepentingan lain, serta menguraikan aturan dan prosedur dalam membuat keputusan dalam urusan perusahaan (OECD dalam Susilo & Simarmata, 2007:17).

Capital Structure

Struktur modal menurut Velnampy dan Niresh (2012) merupakan cara yang dilakukan oleh perusahaan untuk mendanai dirinya melalui utang, ekuitas, dan sekuritas. Komposisi atas utang dan ekuitas yang dibutuhkan agar perusahaan dapat mendanai asetnya. Struktur modal perusahaan menjadi sangat penting karena hal tersebut berhubungan dengan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan para pemangku kepentingan perusahaan. Dewan direksi perusahaan hendaknya

selalu berusaha keras untuk mengembangkan struktur modal yang dapat memberikan manfaat kepada pemegang saham dan kepada para pemangku kepentingan lain seperti karyawan, pelanggan, kreditur, dan masyarakat. (Pandey, 2009 dalam Velnampy dan Nireesh, 2012).

Pengaruh *Audit Committee Size* Terhadap Struktur Modal

Audit committee menurut Rezaee *et al.* (2003) dalam Tarus dan Ayabei (2016) merupakan suatu badan yang bertugas dalam menilai pengendalian keuangan maupun operasional perusahaan, juga untuk menyediakan saran, pemberian remunerasi bagi auditor eksternal, dan untuk melapor kepada dewan direksi.

Zhang *et al.* (2007) dalam Tarus dan Ayabei (2016) menemukan hubungan negatif antara komite audit dengan penggunaan *leverage* perusahaan. Keberadaan komite audit dapat menurunkan *leverage* karena audit komite menurut Rezaee *et al.* (2003) dalam Tarus dan Ayabei (2016) bertugas untuk menilai keuangan perusahaan, pengontrolan operasional, juga untuk memberikan saran dan pelaporan pada dewan direksi sebagai tugas pengawasannya.

Komite audit terdiri dari orang-orang yang profesional dalam bidang keuangan (Chan dan Li, 2008 dalam Tarus dan Ayabei, 2016), sehingga dapat menganalisa risiko kredit atas penggunaan utang yang selanjutnya dapat mengurangi penggunaan *leverage* perusahaan sebagai bentuk mekanisme pengawasannya dengan memberikan saran kepada direksi agar keputusan yang dibuat selalu mengutamakan kepentingan pemegang saham. Menurut Chang *et al.* (2009) dalam Dimitropoulos (2014), semakin banyak jumlah anggota pada komite audit akan melaporkan laporan keuangan yang lebih baik, sehingga dapat menggantikan fungsi utang sebagai mekanisme pengawasan pihak manajemen.

H₁. *Audit committee size* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Pengaruh *Board Size* Terhadap Struktur Modal

Board size adalah jumlah anggota dewan direksi dalam perusahaan (Tarus dan Ayabei, 2016). Pengaruh antara *board size* terhadap *leverage* perusahaan

menurut beberapa studi terdahulu seperti pada Jensen (1986), Wen *et al.* (1986), Anderson *et al.* (2004), dan Abor (2007) dalam Dimitropoulos (2014) menyatakan hubungan positif antara ukuran dewan dengan penggunaan *leverage*. Penelitian ini menggunakan ukuran dewan direksi karena karakteristik perusahaan sektor agrikultur pada negara ASEAN menganut sistem *two-tier system* yang mana fungsi pengelolaan dilaksanakan oleh direksi. Hubungan positif tersebut didasarkan pada hasil penelitian Anderson *et al.* (2004), dan Abor (2007) dalam Dimitropoulos (2014), bahwa ukuran dewan yang lebih besar akan lebih terpercaya, sehingga hal tersebut akan mengurangi *cost of debt* perusahaan yang selanjutnya akan memotivasi penggunaan utang daripada ekuitas.

Sejalan dengan *agency theory*, semakin besar ukuran direksi, semakin besar pula kemungkinan munculnya konflik antara pihak manajemen dengan pemilik perusahaan. Oleh karena itu, diperlukan utang sebagai mekanisme pengawasan untuk mengurangi konflik tersebut.

H₂. *Board size* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

Pengaruh CEO Tenure Terhadap Struktur Modal

CEO *tenure* menurut Tarus dan Ayabei (2016) berarti rata-rata periode CEO ketika dalam berada dalam posisinya. Pengaruh CEO *tenure* terhadap *leverage* didasarkan pada berbagai penemuan terdahulu. Menurut Wen *et al.* (2002) dalam Tarus dan Ayabei (2016) dan Byrd *et al.* (2010) dalam Tarus dan Ayabei (2016) merumuskan CEO *allegiance hypothesis* yang berarti bahwa semakin lama masa jabatan CEO, semakin besar kemungkinan dalam keberpihakan CEO dengan manajer, sehingga keputusan penggunaan utang dapat berkurang agar tekanan pengawasan terhadap eksekutif juga berkurang.

Namun, hal yang bertentangan disampaikan oleh Ahmad (2015) yang menemukan hubungan positif CEO *tenure* dengan *leverage*. Menurut Ahmad (2015), CEO dengan masa jabatan yang lama aktif dalam menentukan keputusan strategis, memiliki pengetahuan keuangan dan akuntansi yang baik, sehingga kualitas laporan keuangan pun ikut membaik. Laporan keuangan yang baik akan mempermudah perusahaan dalam memperoleh sumber pendanaan eksternal, karena

pihak kreditur segan memberikan kredit kepada perusahaan dengan reputasi yang baik. Hal tersebut juga didukung oleh penelitian dari Tarus dan Ayabei (2016) yang mana semakin lama masa kerja CEO, CEO semakin tidak mengkritisi pihak manajemen, sehingga utang sebagai fungsi pengawasan dapat ditingkatkan jumlahnya.

H3. *CEO tenure* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Pengaruh *Director Independence* Terhadap Struktur Modal

Director independence didefinisikan oleh Baysinger dan Butler (1985) dalam Tarus dan Ayabei (2016) sebagai direktur yang tidak secara langsung dipekerjakan oleh perusahaan dan tidak memiliki ketergantungan baik secara psikologi maupun ekonomi terhadap manajemen perusahaan.

Pengaruh *director independence* terhadap *leverage* menurut teori keagenan, semakin banyak direktur independen dalam dewan berhubungan dengan semakin meningkatnya pengawasan terhadap manajer dan pengurangan konflik keagenan antar manajer dan pemangku kepentingan perusahaan, sehingga hal tersebut mendorong penggunaan utang yang lebih rendah (Wen *et al.*, 2002 dalam Dimitropoulos, 2014).

Akan tetapi, hasil tersebut berbeda dengan penelitian terdahulu oleh Jensen (1986) dan Berger *et al.* (1997) dalam Dimitropoulos (2014) menyatakan bahwa perusahaan dengan banyak direktur independen akan lebih menggunakan utang daripada ekuitas. Bhojraj dan Sengupta (2003) dalam Dimitropoulos (2014) menambahkan bahwa semakin banyaknya direktur independen, semakin rendah *bond yields* dan semakin tinggi *credit ratings* dalam penerbitan utang baru. Hal tersebut mendorong pengurangan *cost of debt*, sehingga penerbitan ekuitas menjadi tidak menarik bagi perusahaan.

H4. *Director independence* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

METODE PENELITIAN

Desain Penelitian

Penelitian ini termasuk dalam jenis *basic research* yaitu penelitian untuk mengembangkan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya. Berdasarkan tujuannya, penelitian ini termasuk jenis penelitian kausal karena penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh variabel independen (*audit committee size, board size, CEO tenure, director independence, profitability, firm size, dan growth*) terhadap variabel dependen (*leverage*) untuk badan usaha sektor agrikultur yang terdaftar di bursa efek negara ASEAN periode 2012 – 2016. Dilihat dari pendekatannya, penelitian ini adalah penelitian kuantitatif sebab melibatkan data-data kuantitatif dalam menilai kinerja keuangan.

Populasi dalam penelitian ini adalah emiten sektor agrikultur yang *listing* pada bursa efek kawasan ASEAN periode 2012–2016 dengan kriteria : (1) terdaftar di bursa efek negara-negara ASEAN selama periode 2012-2016 berturut-turut, (2) termasuk dalam sektor agrikultur, (3) menerbitkan laporan keuangan yang telah diaudit secara runtut setiap tahun selama periode 2012-2016.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Variabel Dependen

Struktur modal dalam penelitian ini digambarkan melalui proporsi utang terhadap total modal yang dimiliki perusahaan / *leverage* pada perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar di bursa efek kawasan ASEAN selama 2012-2016. *Leverage* tersebut dihitung dengan membagi nilai buku atas utang perusahaan terhadap nilai buku utang dan nilai pasar ekuitas perusahaan. Rumusnya adalah:

$$LEV_{it} = \frac{Long\ term\ debt\ (Book\ value)_{it}}{Long\ term\ debt\ (Book\ value)_{it} + Total\ equity\ (Market\ value)_{it}} \dots\dots\dots (1)$$

Keterangan:

LEV_{it} = Leverage masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar di bursa efek kawasan ASEAN periode 2012-2016.

$Long\ term\ debt\ (Book\ Value)_{it}$ = Nilai buku utang jangka panjang masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar di bursa efek kawasan ASEAN periode 2012-2016.

$Total\ equity\ (Market\ Value)_{it}$ = Nilai pasar ekuitas total masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar di bursa efek kawasan ASEAN periode 2012-2016 yang

didapatkan dengan mengkalikan harga saham dengan jumlah saham beredar pada setiap badan usaha.

Variabel Independen

Audit Committee Size

Audit committee size menggambarkan seberapa besar komite audit perusahaan yang direpresentasikan dengan jumlah anggota komite audit pada masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar di bursa efek ASEAN periode 2012-2016. *Audit committee size* dapat dihitung dengan:

$$\text{AUDIT} = \text{jumlah anggota } \textit{audit committee} \text{ dalam perusahaan} \dots\dots(2)$$

Keterangan:

AUDIT = Jumlah anggota komite audit pada masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar di bursa efek kawasan ASEAN periode 2012-2016.

Board size

Board size mencerminkan seberapa besar ukuran dewan direksi dalam suatu perusahaan. Ukuran ini dilihat dari jumlah anggota dewan direksi pada masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar di bursa efek ASEAN periode 2012-2016. *Board size* dapat dihitung dengan:

$$\text{BD_SIZE} = \text{jumlah anggota dalam dewan direksi} \dots\dots\dots(3)$$

Keterangan:

BD_SIZE = Jumlah anggota dewan direksi pada masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar di bursa efek kawasan ASEAN periode 2012-2016.

CEO tenure

CEO tenure menunjukkan lamanya pengalaman menjabat CEO pada masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar di bursa efek ASEAN periode 2012-2016. *CEO tenure* dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{C_TENURE} = \text{pengalaman sebagai CEO dalam tahun} \dots\dots\dots(4)$$

Keterangan:

C_TENURE = Pengalaman sebagai CEO dalam tahun untuk tiap CEO pada masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar di bursa efek kawasan ASEAN periode 2012-2016.

Director independence

Director independence merupakan jumlah direktur yang secara independen dalam melaksanakan kewajibannya dalam perusahaan. *Director independence* diukur dengan rumus:

$$\text{DIR_IND} = \text{rasio direktur luar terhadap jumlah dewan direksi} \dots\dots(5)$$

Keterangan:

DIR_IND = Rasio jumlah direktur luar terhadap jumlah dewan direksi pada masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar di bursa efek kawasan ASEAN periode 2012-2016.

Variabel Kontrol

Profitability

Profitability menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *profit*. Dalam penelitian ini, *profitability* akan dicerminkan melalui ROA yang menjelaskan keefektifan manajemen dalam menggunakan seluruh aset untuk menghasilkan keuntungan. Adapun ROA dapat dihitung dengan:

$$\text{ROA}_{it} = \frac{\text{NI}_{it}}{\text{TA}_{it}} \dots\dots\dots(6)$$

Keterangan:

ROA_{it} = *Return on asset* masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar pada bursa efek kawasan ASEAN periode 2012-2016.

NI_{it} = *Net income* masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar pada bursa efek kawasan ASEAN periode 2012-2016.

TA_{it} = *Total asset* masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar pada bursa efek kawasan ASEAN periode 2012-2016.

Firm size

Firm size menunjukkan total kapitalisasi atau banyaknya sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan. Ukuran perusahaan juga ditunjukkan oleh jumlah aset yang dimiliki oleh perusahaan, sehingga ukuran perusahaan dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{SIZE}_{it} = \text{Ln} (\text{Total Asset}_{it}) \dots\dots\dots(8)$$

Keterangan:

SIZE_{it} = Total kapitalisasi masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar pada bursa efek kawasan ASEAN periode 2012-2016.

$Total\ Asset_{it}$ = Total asset masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar pada bursa efek kawasan ASEAN periode 2012-2016.

Growth

Growth menunjukkan pertumbuhan masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar pada bursa efek kawasan ASEAN selama 2012-2016.

Penelitian ini menggunakan Tobin's Q yang menunjukkan peluang pertumbuhan perusahaan. Tobin's Q dapat dihitung dengan rumus:

$$Tobin's\ Q_{it} = \frac{Market\ value\ of\ equity_{it} + Book\ value\ of\ debt_{it}}{Book\ value\ of\ total\ assets_{it}} \dots\dots\dots (8)$$

Keterangan:

Tobin's Q_{it} = Peluang pertumbuhan masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar pada bursa efek kawasan ASEAN periode 2012-2016.

$Market\ value\ of\ equity_{it}$ = Nilai pasar ekuitas total masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar di bursa efek kawasan ASEAN periode 2012-2016 yang didapatkan dengan mengkalikan harga saham dengan jumlah saham beredar pada setiap badan usaha.

$Book\ value\ of\ debt_{it}$ = Nilai buku utang total masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar di bursa efek kawasan ASEAN periode 2012-2016.

$Book\ value\ of\ total\ assets_{it}$ = Nilai buku aset total masing-masing perusahaan sektor agrikultur yang terdaftar di bursa efek kawasan ASEAN periode 2012-2016

Uji Hipotesis

Hipotesis dalam penelitian ini diuji menggunakan model regresi linier berganda. Adapun model regresinya sebagai berikut:

$$Leverage_{it} = \alpha + \beta_1.AUDIT_{1it} + \beta_2.BD_{SIZE_{2it}} + \beta_3.C_{TENURE_{3it}} + \beta_4.DIR_{IND_{4it}} + \beta_5.ROA_{5it} + \beta_6.SIZE_{6it} + \beta_7.Tobin'sQ_{7it} + e \dots\dots\dots (9)$$

Keterangan:

$Leverage_{it}$: komposisi utang pada badan usaha i periode t
 $AUDIT_{it}$: jumlah anggota komite audit pada badan usaha i periode t
 BD_SIZE_{it} : jumlah direksi pada badan usaha i periode t
 C_TENURE_{it} : pengalaman menjabat CEO pada badan usaha i periode t
 DIR_IND_{it} : jumlah direksi independen pada badan usaha I periode t

ROA_{it}	: perbandingan pendapatan bersih terhadap aset total pada badan usaha i pada periode t
$SIZE_{it}$: ukuran badan usaha i pada periode t
$Tobin's Q_{it}$: peluang pertumbuhan badan usaha i pada periode t
α	: koefisien konstanta
β	: koefisien regresi
e	: <i>error</i>

HASIL DAN PEMBAHASAN

Total sampel yang digunakan dalam penelitian dapat dilihat pada Tabel 3. Dengan kriteria merupakan sektor agrikultur dan tersedia laporan keuangan lengkap periode 2012-2016.

Tabel 3. Sampel Penelitian

Kriteria	ASEAN	Indonesia	Thailand	Singapura	Malaysia
Perusahaan Terdaftar	2711	529	736	640	806
Perusahaan terdaftar di Bursa dan sektor agrikultur.	78	21	11	6	40
Tidak ada laporan keuangan lengkap periode 2012-2016.	13	6	5	0	2
Penghapusan <i>Outlier</i>	5	1	0	0	4
Sampel akhir	60	14	6	6	34

(Sumber: situs bursa efek negara ASEAN, diolah)

Berdasarkan Tabel 3, bursa efek Malaysia memiliki emiten sektor agrikultur yang paling banyak, yakni terdiri dari 40 emiten, yang diikuti dengan Indonesia sebanyak 21 emiten, Thailand sebanyak 11 emiten, dan Singapura yakni 6 emiten. Namun, setelah melalui penyaringan kriteria dan penghapusan *outlier*, emiten yang digunakan pada penelitian ini untuk bursa efek ASEAN, Indonesia, Thailand, Singapura, dan Singapura secara berturut-turut sebanyak 60, 14, 6, 6, dan 34 emiten.

Tabel 4. Statistik Deskriptif Penelitian

	LEVERAGE	AUDIT	BD_SIZE	C_TENURE	DIR_IND	ROA	SIZE	TOBINS_Q
ASEAN								
Mean	0.176302	3.196667	7.286667	12.66333	0.38157	0.039063	5.93038	1.215354
Max	0.908218	7	14	40	0.857143	0.288773	9.59333	7.170364
Min	0	0	2	0	0	-0.436311	2.419976	0.159834
Stdev	0.193876	0.564847	2.282218	8.861437	0.200412	0.064007	1.315184	0.772224
N	300	300	300	300	300	300	300	300
INDONESIA								
Mean	0.32226	2.957143	5.385714	10.45714	0.123129	0.022293	6.088912	1.477123
Max	0.908218	3	8	31	0.5	0.202923	7.918678	7.170364
Min	0	0	2	1	0	-0.436311	2.419976	0.576957
Stdev	0.279913	0.358569	1.354465	7.72852	0.143938	0.084196	1.298525	1.000308
N	70	70	70	70	70	70	70	70
THAILAND								
Mean	0.099489	3.1	9.9	18.5	0.362908	0.068004	5.196816	1.259301
Max	0.386038	4	13	30	0.636364	0.288773	7.354139	3.300477
Min	0	3	8	5	0.25	-0.037274	3.642824	0.306832
Stdev	0.094853	0.305129	1.348051	7.257576	0.081482	0.086505	1.177902	0.731076
N	30	30	30	30	30	30	30	30
SINGAPORE								
Mean	0.140362	3.233333	6.433333	7.766667	0.548492	0.05661	6.566849	1.728334
Max	0.403156	5	9	20	0.857143	0.243869	9.59333	4.067081
Min	0	3	4	1	0.333333	-0.061166	4.036177	0.610144
Stdev	0.120082	0.504007	1.633345	5.399127	0.148073	0.061578	1.722163	0.794919
N	30	30	30	30	30	30	30	30
MALAYSIA								
Mean	0.136099	3.305882	7.758824	13.40588	0.461824	0.037765	5.882236	0.98681
Max	0.506572	7	14	40	0.8	0.279684	8.931449	2.771487
Min	0	3	4	0	0.25	-0.052093	3.523414	0.159834
Stdev	0.136993	0.644017	2.152626	9.360939	0.136193	0.045802	1.201927	0.517308
N	170	170	170	170	170	170	170	170

(Sumber: Diolah dengan Eviews 8)

Berdasarkan Tabel 4, rata-rata leverage pada bursa efek Indonesia lah yang paling besar, berada pada tingkat 32,226% dan untuk bursa efek dengan rata-rata leverage terendah adalah Thailand dengan tingkat 9,949%. Untuk ukuran audit komite secara keseluruhan mamng memiliki ukuran yang hampir sama, yakni 3. Rata-rata kuran dewan direksi pada Thailand yang tertinggi, yakni 9.9, sedangkan Indonesia memiliki rata-rata terendah, yakni 5,386. Rata-rata masa kerja CEO di bursa efek Malaysia yang paling lama, yaitu 13,406 taun, sedangkan emiten agrikultur pada bursa efek Singapura memiliki masa kerja CEO dengan rata-rata yang cukup muda, yakni 7,767 tahun. Bursa Efek Singapura memiliki ratairata proporsi direktur independen terhadap dewan direksi yang paling tinggi, yakni 54,849%, sedangkan bursa efek Indonesia yang rata-rata proporsinya paling rendah, yakni 12,313%.

Tabel 5. Hasil Uji Regresi

Variabel	ASEAN	Indonesia	Thailand	Singapura	Malaysia	Hipotesis
C	-0.0133 (-0.5547)	-0.5066 (-3.2473)	-0.0473 (-0.5061)	-0.3370 (-0.7476)	0.2752 (9.0040)	
AUDIT	-0.0266*** (-4.9028)	-0.0022 (-0.2510)	-0.0454* (-1.9710)	-0.0247 (-0.3026)	-0.0370*** (-4.8148)	-
BD_SIZE	0.0052** (2.3416)	0.0189* (1.8620)	0.0036 (0.3097)	0.0104 (0.1757)	0.0046* (1.8295)	+
C_TENURE	0.0011*** (7.0741)	0.0125*** (3.4505)	-0.0056** (-2.7627)	0.0157*** (4.7176)	-0.0003* (-1.8612)	-
DIR_IND	0.1401*** (4.5889)	-0.0631 (-1.0758)	0.1793 (0.4545)	0.4009 (1.0753)	0.1112*** (4.9465)	-
ROA	-0.3405*** (-6.6998)	-0.3907*** (-6.8891)	-0.3387*** (-3.6714)	-0.3011 (-0.9590)	-0.2667*** (-4.5135)	
SIZE	0.0341*** (12.6839)	0.1051*** (4.0059)	0.0361*** (5.2556)	-0.0704** (-2.1182)	-0.0083** (-2.0637)	
TOBINS_Q	-0.0166*** (-3.2352)	-0.0139*** (-3.3173)	0.0238* (1.7339)	-0.0265*** (-3.6631)	-0.0416*** (-6.4933)	
R-squared	0.9889	0.9880	0.6993	0.8646	0.9687	
Adjusted R-squared	0.9858	0.9831	0.6037	0.7691	0.9589	
Probability (F-Stat)	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000	
Observations	300	70	30	30	170	

(Sumber: Diolah dengan Eviews 8) Keterangan: * : signifikansi pada 10%, ** : signifikansi pada 5%, *** : signifikansi pada 1%

Uji hipotesis pada penelitian ini menggunakan model *fixed effect* pada bursa efek ASEAN, Indonesia, Singapura, dan Malaysia, sedangkan pada Thailand digunakan model *common effect* sesuai dengan hasil uji Chow dan uji Hausman.

Dari Tabel 5 dapat dibaca bahwa ukuran komite *audit committee size* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *leverage* pada Bursa Efek ASEAN, Thailand, dan Malaysia. Hal ini dikarenakan semakin banyak jumlah anggota pada komite audit, semakin baik mekanisme pengawasan yang dilakukan oleh komite audit, sehingga akan mengurangi *agency cost*. Dengan baiknya fungsi pengawasan oleh komite audit membawa implikasi bahwa penggunaan utang sebagai mekanisme pengawasan dapat dikurangi, sehingga semakin besar ukuran komite audit, penggunaan utang dapat semakin diperkecil. (Chang *et al.*, 2009 dalam Dimitropoulos, 2014).

Untuk Bursa Efek Indonesia dan Singapura, *audit committee size* tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Hal tersebut dikarenakan adanya kecenderungan pemegang saham yang hanya mempertimbangkan faktor *return*

ataupun kinerja perusahaan. Hal ini berakibat pada kurangnya perhatian pemegang saham terhadap pengawasan pada manajemen perusahaan (Wulandari, 2006). Bursa Efek Indonesia dan Singapura memiliki kinerja yang baik, mengacu pada statistik deskriptif dengan nilai rata-rata Tobin's Q yang tinggi yakni, 1,48 dan 1,73 berturut-turut. Hal tersebut berakibat pada jumlah anggota komite audit yang digunakan pada Bursa Efek Indonesia dan Singapura hanya digunakan untuk memenuhi syarat perusahaan yang terdapat pada Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 55/POJK.04/2015 Tentang Pembentukan dan Pedoman Pelaksanaan Kinerja Komite Audit Pasal 4 dan Guidebook for Audit Committees in Singapore Section 1 The Code Guideline 12.1 yang menyebutkan bahwa emitem wajib mempunyai komite audit dengan minimal tiga anggota.

Board size memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *leverage* pada Bursa Efek ASEAN, Indonesia, dan Malaysia. Hal ini dikarenakan ukuran dewan direksi yang lebih besar dapat meningkatkan kredibilitas perusahaan, sehingga dapat menurunkan *cost of debt* perusahaan. Akibatnya, perusahaan meningkatkan penggunaan utangnya sebagai sumber pendanaan, karena *cost of debt* yang semakin rendah membuat penggunaan utang semakin menarik sebagai sumber dana perusahaan. (Anderson *et al.*, 2004 dan Abor, 2007 dalam Dimitropoulos, 2014). Selain itu, menurut *agency theory*, ukuran dewan yang besar menyebabkan semakin besar kemungkinan terjadinya konflik antara pemilik perusahaan dengan agen perusahaan, sehingga dibutuhkan peningkatan penggunaan utang sebagai mekanisme pengawasan untuk mengurangi konflik tersebut.

Untuk Bursa Efek Thailand dan Singapura, tidak ada pengaruh signifikan antara *board size* terhadap *leverage* perusahaan. Hal ini disebabkan para pemegang saham yang berfokus pada kinerja perusahaan menjadikan kurang perhatiannya terhadap mekanisme pengawasan perusahaan selama perusahaan memiliki kinerja baik (Wulandari, 2006). Menurut statistik deskriptif, profitabilitas badan usaha Thailand dan Singapura yakni, dengan rata-rata 0,068 dan 0,057 yang tertinggi dibandingkan Bursa Efek lainnya, sehingga mengakibatkan ukuran dewan direksi sebagai pemicu *agency problem* bukan menjadi perhatian para pemegang saham.

Oleh karena itu, pengaruh ukuran dewan direksi terhadap penggunaan utang sebagai mekanisme pengawasan menjadi tidak signifikan.

CEO *tenure* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *leverage* untuk Bursa Efek ASEAN, Indonesia dan Singapura. Hal tersebut dapat dijelaskan bahwa semakin lama masa jabatan CEO, maka kepakarannya terkait akuntansi dan keuangan semakin meningkat. Hal tersebut akan meningkatkan kualitas laporan keuangan. Laporan keuangan yang baik akan mempermudah perusahaan dalam memperoleh sumber pendanaan eksternal, karena pihak kreditur segan memberikan kredit kepada perusahaan dengan reputasi yang baik (Ahmad, 2015).

Untuk Bursa Efek Thailand dan Malaysia, ditemukan pengaruh negatif signifikan CEO *tenure* terhadap *leverage*. Hal ini dijelaskan oleh CEO *allegiance hypothesis* bahwa semakin lama masa jabatan CEO, semakin besar kemungkinan kebepihakan CEO dengan manajer, sehingga keputusan penggunaan utang dapat berkurang untuk memperlonggar pengawasan terhadap manajemen perusahaan (Wen *et al.*, 2002 dan Berger *et al.*, 1995 dalam Tarus dan Ayabei, 2016)

Director independence memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *leverage* untuk Bursa Efek ASEAN dan Malaysia. Hal ini dikarenakan semakin banyaknya direktur independen perusahaan, maka semakin kredibel perusahaan dan semakin tinggi *credit ratings* perusahaan yang merujuk pada semakin rendahnya *cost of debt*. *Cost of debt* yang rendah mengakibatkan pendanaan dengan penggunaan utang menjadi lebih menarik daripada ekuitas, sehingga perusahaan dengan ukuran direktur independen yang besar dapat meningkatkan penggunaan utang perusahaan. (Bhojraj dan Sengupta, 2003 dalam Dimitropoulos, 2014).

Untuk Bursa Efek Indonesia, Thailand, dan Singapura, *director independence* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *leverage*. Hal tersebut dijelaskan dengan baiknya kinerja perusahaan yang dicerminkan dengan rata-rata Tobin's Q yang lebih baik, yakni 1,48, 1,26, dan 1,73 untuk Bursa Efek Indonesia, Thailand, dan Singapura berturut-turut daripada rata-rata Bursa Efek ASEAN 1,21. Menurut Wulandari (2006), investor cenderung memperhatikan faktor kinerja perusahaan, sehingga perusahaan yang memiliki kinerja baik, kurang diperhatikan fungsi pengawasannya oleh investor, sehingga direktur independen dianggap

kurang efektif menjadi mekanisme pengawasan karena direktur independen terkadang juga dilibatkan secara berlebihan dalam keputusan eksekutif, sehingga batasan antara manajemen dan direktur independen menjadi rusak (Roberts *et al.*, 2005 dalam Tarus dan Ayabei, 2015); dan dalam beberapa kasus, direktur independen mungkin didominasi oleh pihak manajemen, sehingga direktur independen hanya menjadi '*rubberstamps*' (Hendry dan Kiel, 2004 dalam Tarus dan Ayabei, 2015), sehingga eksistensi direktur independen menjadi tidak signifikan dalam menggantikan utang sebagai fungsi pengawasan.

Profitability berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage* untuk Bursa Efek ASEAN, Indonesia, Thailand, dan Malaysia. Hal ini dijelaskan oleh *pecking order theory* yang mengatakan, laba ditahan menjadi pilihan utama pendanaan perusahaan yang diikuti oleh utang dan ekuitas. Perusahaan dengan *profitability* yang tinggi akan memilih laba ditahannya sebagai sumber pendanaan perusahaan dibandingkan utang dan ekuitas. (Jiraporn et al., 2012 dalam Dimitropoulos, 2014).

Untuk Bursa Efek Singapura, *profitability* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *leverage*. Hal tersebut dikarenakan ukuran badan usaha sektor agrikultur di Singapura yang paling besar di antara badan usaha sektor agrikultur di Bursa Efek lainnya. Ukuran yang besar menunjukkan kecenderungan perusahaan untuk bangkrut yang rendah, sehingga memudahkan perusahaan untuk mendapatkan akses ke berbagai pendanaan (Elsas dan Florysiak, 2008 dalam Hussainey dan Aljifri, 2012), sehingga perusahaan akan memanfaatkan mudahnya akses tersebut sebagai keputusan pendanaan perusahaan yang selanjutnya perusahaan menjadi kurang memperhatikan profitabilitas sebagai determinan penggunaan *leverage*.

Size berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage* untuk Bursa Efek ASEAN, Indonesia, Thailand, dan Singapura. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan ukuran besar memiliki kecenderungan untuk bangkrut lebih rendah karena adanya *economies of scale*, sehingga hal tersebut memberikan akses yang lebih mudah kepada pendanaan eksternal, salah satunya penggunaan utang. (Elsas dan Florysuak., 2008 dalam Hussainey dan Aljifri, 2012).

Untuk Bursa Efek Malaysia, *size* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, perusahaan akan lebih mengakumulasi dana internal untuk mewujudkan fleksibilitas finansial atau untuk mendanai peluang pertumbuhan perusahaan. Badan usaha agrikultur di Malaysia berusaha mewujudkan fleksibilitas finansial untuk menghadapi kondisi industri yang buruk, mengingat rata-rata Tobin's Q di Malaysia merupakan yang terendah, yakni 0,987. Oleh karena itu, badan usaha agrikultur di Malaysia lebih senang mengumpulkan dan menggunakan dana internal dalam struktur modalnya, sehingga ditemukan pengaruh negatif antara ukuran perusahaan dengan *leverage* (Byoun, 2007).

Growth berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage* pada Bursa Efek ASEAN, Indonesia, dan Malaysia. Hal ini dikarenakan, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang baik akan memilih pengurangan penggunaan utang perusahaan sebagai bentuk kebijakan perlindungan kepada pemegang saham, dimana perusahaan berusaha menghindari *under-investment* yang merupakan masalah yang mungkin muncul berkaitan dengan penggunaan utang (Myers, 1997 dalam Padron *et al.*, 2005).

Sedangkan untuk Bursa Efek Thailand dan Singapura, *growth* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *leverage*. Hal tersebut dijelaskan dengan semakin tinggi pertumbuhan perusahaan yang dicerminkan dengan pertumbuhan aset perusahaan (Jannati, 2013 dalam Akhadiyah, 2015), maka kebutuhan dana untuk mendukung pertumbuhan perusahaan juga akan bertambah. Oleh karena itu, pendanaan diperlukan, sehingga penggunaan utang perusahaan dapat meningkat.

KESIMPULAN

Dari hasil penelitian diperoleh kesimpulan bahwa praktik-praktik tata kelola perusahaan seperti *audit committee size*, *board size*, *CEO tenure*, dan *director independence* memiliki pengaruh signifikan pada struktur modal pada emiten sektor agrikultur yang terdaftar di bursa efek ASEAN. Akan tetapi untuk bursa efek Indonesia, praktik tata kelola perusahaan yang memiliki pengaruh signifikan adalah

board size dan *CEO tenure*. Untuk bursa efek Thailand yang berpengaruh signifikan *audit committee size* dan *CEO tenure*. Bursa efek Singapura hanya *CEO tenure* yang berpengaruh signifikan. Untuk bursa efek Malaysia, *audit committee size*, *board size*, *CEO tenure*, dan *director independence* berpengaruh signifikan. Secara keseluruhan hasil penelitian ini mendukung *agency theory* yang mana jika fungsi pengawasan terhadap direksi dirasa masih kurang, maka perusahaan akan meningkatkan utang untuk meningkatkan pengawasan agen, dan jika fungsi pengawasan terhadap direksi sudah cukup baik, maka perusahaan dapat mengurangi penggunaan utang yang ada.

Penelitian ini memiliki kelemahan antara lain jumlah emiten tiap bursa efek yang tidak seragam, cenderung condong kepada satu bursa efek tertentu, hanya meneliti empat bursa efek di kawasan ASEAN, dan fokus objek penelitian pada sektor agrikultur saja. Oleh karena itu diharapkan, untuk penelitian selanjutnya peneliti dapat menambah jumlah observasi dengan tidak hanya meneliti sektor agrikultur saja, melainkan juga meneliti sektor lain untuk badan usaha yang terdaftar ada Bursa Efek di ASEAN.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, S. R. B. Z. S. N., 2015, CEO Characteristics and Audit Report Timeliness: do CEO tenure and Financial Expertise Matter?, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 30:998-1022.
- Akhadiyah, W., 2015, Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Growth Terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen, *Skripsi*, Universitas Negeri Yogyakarta.
- Berger, P. G., E. Ofek, D. L. Yermack, 1997, Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions, *The Journal of Finance*, Vol. 52: 1411-1438.
- Byoun, S., 2007, Financial Flexibility, Leverage, and Firm Size, *Baylor University*.
- Dimitropoulos, P., 2014, Capital Structure and corporate governance of soccer clubs European evidence, *Management Research Review*, Vol. 37 Iss 7 pp. 658-678.
- Hussainey, K. dan K. Aljifri, 2012, Corporate Governance Mechanism and Capital Structure in UAE, *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 13 Iss 2 pp. 145-160.
- Jensen, M. C. dan W. H. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.

- Modigliani, F. and Miller, M.H, 1958, The cost of capital, corporation finance, and theory of investment, *American Economic Review*, Vol. 48 No. 3, pp. 261-297.
- Republik Indonesia. 2015. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 55/POJK.04/2015 Tentang Pembentukan dan Pedoman Pelaksanaan Kinerja Komite Audit.
- Singapura. 2013. Guidebook for Audit Committees in Singapore (Second Edition). Section 1. The Code Guideline 12.1.
- Susilo, L. J. dan K. Simarmata, 2007, *Good Corporate Governance pada Bank: Tanggung Jawab Direksi dan Komisaris dalam Melaksanakannya*, Jakarta: PT Hikayat Dunia.
- Tarus, D. K. dan E. Ayabei, 2016, Board Composition and Capital Structure: Evidence from Kenya, *Management Research Review*, Vol. 39 Iss 9 pp. 1056-1079.
- Velnampy, T. dan J. A. Niresh, The Relationship between Capital Structure and Profitability, *Global Journal of Management and Business Research*, Vol. 12 Iss 13.
- Wulandari, Ndaruningpuri., 2006, Pengaruh Indikator Mekanisme Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia, *Fokus Ekonomi* Vol. 1, No. 2, Desember 2006, hlm. 120-136.
- <http://www.idx.co.id> (diakses pada tanggal 10 Maret 2017)
- <http://www.set.or.th/set/> (diakses pada tanggal 10 Maret 2017)
- http://sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/company_disclosure/stockfacts (diakses pada tanggal 10 Maret 2017)
- <http://bursamalaysia.com/market/listed-companies/list-of-companies/main-market> (diakses pada tanggal 10 Maret 2017)
- <http://digilib.ubaya.ac.id> (diakses pada tanggal 10 Maret 2017)
- <http://www.emeraldinsight.com.pustaka.ubaya.ac.id> (diakses pada tanggal 10 Maret 2017)
- <http://www.sciencedirect.com.pustaka.ubaya.ac.id> (diakses pada tanggal 10 Maret 2017)
- <http://xe.com> (diakses pada tanggal 10 Maret 2017)